



TITLE:

# 信用の経済学 ―R.G.ホートレー を中心に―

AUTHOR(S):

古川, 顕

---

CITATION:

古川, 顕. 信用の経済学 ―R.G.ホートレーを中心に―. 経済論叢 2000, 166(5-6): 1-35

ISSUE DATE:

2000-11

URL:

<https://doi.org/10.14989/45382>

RIGHT:

# 經濟論叢

第 166 卷 第 5・6 号

---

信用の経済学……………	古 川 顯	1
正義と寛大：商業との関連で……………	田 中 秀 夫	36
二輪産業の国際競争関係と アメリカン・ホンダ・モーターの設立……………	太 田 原 準	53
企業内訓練、調整コスト及び雇用調整（1）……	高 畑 雄 嗣	74
K. W. カップの社会的費用論； その認識論的側面……………	山 根 卓 二	93
台湾における産業構造の変化と 中小企業の対応……………	高 杏 華	109
中国の自動車流通システムの変遷過程（1）……	劉 芳	131

經濟論叢 第165卷・第166卷 総目録

---

平成12年11・12月

京都大學經濟學會

## 信用の経済学\*

——R. G. ホートレーを中心に——

古 川 顕

### I は じ め に

「ラルフ・ホートレーの経歴をみると、二つのことがよく解る。一つは、経済学者というものは終生論文を書き続けることが可能だということであり、もう一つは、アカデミックなポストを持っていなくても経済学者としての名声を築くことが可能だ、ということである」。これは、マーク・ブローグ『ケインズ以後の100大経済学者』（1985）のホートレーに関する解説の書き出しである。確かにラルフ・ジョージ・ホートレー（1879-1975）は、96歳の生涯を閉じるまで論文や著書の精力的な執筆活動を続け、著書だけに限っても、最初の『好況と不況』（*Good and Bad Trade* (1913)）から最後の『所得と貨幣』（*Incomes and Money* (1967)）に至るまで約20冊の書物を著した。おそらく、従来 of 有力な経済学者のなかで最も多産な著者の一人と言ってもよいだろう。

また、ホートレーはケンブリッジ大学のトリニティ・カレッジを卒業後、1904年から1947年まで大蔵省に勤務し、「大蔵省の上級官僚と著名な金融理論家としてのそれを両立させていた」（Davis [1981] 邦訳218ページ）のである。大蔵省で金融研究局長（Director of Financial Enquiries）の要職に就いた1919年、『通貨と信用』（*Currency and Credit*）を出版したが、これによってホー

\*本稿の執筆に際しては、原稿を書き上げた段階で同僚の小島専孝教授に読んでもらい、非常に丁寧で有益なコメントをいただいた。記して感謝したい。もちろん、ありうべき誤りはすべて筆者の責任である。

トレイは1920年代から40年代初頭において、同時代の経済学者が最も注目する存在の一人となった (Deutscher [1990] ch. 7)。

ケインズは『通貨と信用』についての書評において、この書物は「多年にわたって現れた貨幣理論に関する研究のなかで最も独創的かつ深遠なもののひとつ」 (Keynes [1920] p. 362) であるという非常に高い評価を与えているし、またヒックスは同書に対して、「この書物は、ケインズの『新しい』貨幣に関する仕事のどれよりも先行している。この書物は二〇年代において、ケンブリッジ大学の卒業試験に用いられた貨幣理論における標準的な書物であった」 (Hicks [1977] 邦訳155ページ) と述べている。そして『通貨と信用』は、「ホートレーの経済分析の中で最も完全で体系的な記述」 (Deutscher [1990] p. 5) というのが一般的な評価であろう。いずれにせよ、ホートレーはアカデミックなポストを持たないまま、この書物によって経済学者としての名声を確立したのである。

ホートレーはケインズ (1883-1946) とほぼ同時代の経済学者であり、彼がケインズに与えた影響は良く知られているが<sup>1)</sup>、一方が「ケインズ革命」とも称せられるほど第二次大戦後の経済学的发展や現実の経済政策への適用などに大きな影響を与えたのに対し、ホートレーの影響力は大战後は急速に低下し、いまではほとんど忘れ去られた経済学者という感が強い<sup>2)</sup>。しかしながら、現

1) ケインズがホートレーから大きな影響を受けたのは、彼の次の文章からも明かである。「わたくしは思想的遍歴の途上で著しい影響をうけたひととして、ホートレーは祖父にあたり、ロバートソンはまさに父にあたる」 (Keynes [1973] p. 202, n. 2, 訳は菱山泉 [1965] 3ページ、に負っている)。また、ヒックスもケインズ『貨幣論』の基礎がホートレーの著者『通貨と信用』への回答という形をとったことを指摘し、「『一般理論』においてビグーやロバートソンが果たした役割を、『貨幣論』においてホートレーが果たしていることに気がつく。話はホートレーから始まったことを、筆者は主張したい」 (Hicks [1977] 邦訳155ページ) と述べている。

2) ドイツチャーは、「なぜホートレーの貢献が同時代の彼の主なライバルの業績に比べて無視されるようになったのか」を問い、その理由として以下の5つを挙げている (Deutscher [1990] p. 243)。

①ディーラーの在庫保有行動についてのホートレーの強調は、固定資本が優勢になる以前の資本主義の初期の段階でのみ妥当であると考えられた。

②ホートレーはアカデミックな環境で教育や研究に従事した期間は短かったため、経済学者のコミュニティの中では孤立していた。

時点においてみると、「マクロ経済学の発展におけるホートレーの開拓者的な役割は十分には吟味されず、その業績は正当には評価されてこなかった」(Deutscher [1990] preface ix)、あるいは「筆者の考えでは、この分野(貨幣理論)におけるホートレーの仕事はあまりにも過小評価されすぎている」(Hicks [1977] 邦訳「序文と展望」xv)という思いに共感せざるを得ない。

近年、ホートレーを再評価しようとする動きが内外ともに強まっている<sup>3)</sup>。それは、ホートレーの独創性・先見性がようやく正当に評価され始めた証左なのかもしれない。本稿の狙いも、銀行信用を重視するホートレーの再評価に向けられるが、従来のようなどちらかと言えば理論史の観点からよりも、近年のクレジット・パラダイム(credit paradigm)ないしクレジット・ビュー(credit view)と呼ばれる信用重視の経済学の発展を踏まえ、なるべく現代の視点からホートレーの信用理論に焦点を当てることにしたい。

以下では、ホートレーの主著『通貨と信用』を主な拠り所にしなが、ホートレーの貨幣・信用観といったものを筆者なりに整理・検討し、併せてその現代的意義を探り出すことにしよう。

## II 貨幣の信用理論

### 1 貨幣の論理的起源

ホートレーは『通貨と信用』の第1章に、「貨幣なき信用」(“Credit Without Money”)というタイトルを掲げ、自らの貨幣観あるいは貨幣と信用に関するユニークな考え方を展開する。

貨幣に関する伝統的な考え方によれば、物々交換の耐え難い不便を解消する

③ 文献における一般的な反応を証拠として採用する限り、経済学者たちはいくつかの点でホートレーが誤りを犯したと考えるようになった。

④ 経済学の世界では数学モデルを用いたフォーマルな理論的分析が主流を占めるようになり、そうではなかったホートレーの理論的貢献が曖昧なものになった。

⑤ 「ケインズ革命」を経て、ホートレーの業績が当時の「新しい経済学」(New Economics)の発展によって時代遅れのものとみなされるようになった。

3) ホートレー再評価の代表的な文献としては、Deutscher [1990] および小島 [1997] がある。

ために、社会を構成するあらゆる人々によって受け渡しされるある特定の標準的な商品が導入される。「この標準的な商品は、法律ないしは慣習によって確立されようがしまいが、商品の売り手は、自分が買いたいと思う人々によって受領されることを知っているため、それを喜んで受領する。その選ばれた商品を共通の交換手段とする慣行が、ほとんど必然的に、それを共通の価値尺度とする」(p. 1)<sup>4)</sup>のである。また、「それぞれの商品が他のあらゆる商品によって個々別々に価格付けられるような市場は、途方もなく複雑である。貨幣としての一つの標準的な商品の使用は、この商品によってすべての価格を表すことを可能にさせる」(*Ibid.*)。通常は、このようにして貨幣の一般受容性 (general acceptability of money) に基づいて、交換手段 (medium of exchange) と価値尺度 (measure of value) という貨幣の2つの機能が説明される。

このような接近法のごく自然な結果として、通常、貨幣経済に対置するものとして物々交換経済を想定する。すなわち、社会における貨幣の果たす役割を示すために、あるいは貨幣が存在する場合とそうでない場合には、どれほど大きな違いがあるかを示すために、「貨幣の使用を知らない隔絶した未開の社会、もしくは貨幣が創造される以前の人類の経済的状況」(*Ibid.*)を想定する<sup>5)</sup>。

しかしホートレーによれば、このような接近法は貨幣の重要性を誇張するものであり、「貨幣の本来の役割を知るためには、われわれはむしろ完全に組織化された文明社会、近代的な商工業が発達した社会を取り上げ、貨幣の使用が

4) 本文中、( ) 内にページだけを記述している場合は、すべて Hawtrey [1919] からの引用である。

5) 例えば、『通貨と信用』(1919年)よりも一世紀以上も前に、『紙券信用論』(1802年)という有名な書物の中でソーントン(Thornton)は次のように述べている。「未発達の状態における社会は物々交換の方法によってのみ商取引を行う。社会が最も進歩した場合にもそれは商業を同一の原理に基づいて行う。蓋し、金や銀の鑄貨も銀行券も為替手形等も、単に物々交換を促進する目的で使用される手段にすぎぬと考えられるであろうからである。その目的とするところは或る種の商品の一定量を他種商品の一定量(あらゆる状況の下において妥当な等価物と認められるもの)と交換することにある。物々交換は間もなく不便であることが感ぜられるようになり、貴金屬類が価値の尺度として用いられるようになる。だいいち貴金屬は、携帯に便利であるし、価格の変動も少なくまた分割が可能であるからである。国家は各個片の量と純分とを証明するために貴金屬に刻印を押しつける」(Thornton [1802] 邦訳49-50ページ)。

なければそのような社会がどれほど発達したか、あるいは貨幣のどのような特徴が必然的に犠牲にされるかを検討しなければならない」(p. 2) と言う。すなわち、「われわれは貨幣の歴史的起源ではなく、その論理的な起源を見いださなければならない」(*Ibid.*)と主張する。実際、ホートレーは「貨幣の論理的起源」(logical origin of money)を見いだすために、「文明が発達し、かつ貨幣が存在しない社会」(*Ibid.*)を想定して議論を進める。彼によれば、そうした状況のもとでは、たとえ交換手段が存在しなくても、財と財とが直接に交換されるということにはならないのであり、あらゆる財の販売は債権・債務関係を生じさせる。そして、その債権・債務は互いに相殺することが可能である。

ホートレーは、債務ないし信用——それは、同じものの別称である——が、すべての経済活動の基礎にあることを強調する。「債務は経済システムの真の基礎であり、何らかの単位で計算された債務のネットワーク (a network of debts) の存在は、重要で紛れもない事実である」(Hawtrey [1923b] p. 48) と言い、「債務は経済学の基礎的な概念の一つ」(Hawtrey [1927a] p. 3) とも述べている。その場合、「債務は貨幣の借り入れ、あるいは支払いの遅延からのみ生じると考えてはならない。提供されるあらゆる財ないしサービスの販売は債務を生じさせる。債務はただちに清算されるかも知れないが、そのことは支払い手段の観点からすれば、債務の性質に影響を及ぼさない」(*Ibid.*)。このように理解すれば、「生産の過程は債務の連鎖 (a chain of debts) を生じさせる」(p. 376) ものとして把握することは容易である。

もちろん、さまざまな財の購入と販売によって生じる債務と債権は、ある共通の尺度で測られねばならない。もしある商品が貨幣として用いられる場合、それは当然に債務の大きさを測る単位となるし、貨幣が存在しなければ、その単位はまったく慣習的で恣意的なものとなる。この債務を測る単位が、「計算貨幣」(money of account) もしくは「計算単位」(unit of account) と呼ばれるものである。しかし、「その計算単位がいかに慣習的で恣意的であっても、ひとたび債務、価格および市場価値の基礎として確立されると、それはある程

度の連続性を持つことになる」(p. 2)。すなわち、一日の取引がその日のうちに完了し、債務と債権がちょうど同じになるようにバランスさせることができるならば、翌日の取引はまったく新しい計算単位で始めることも可能であるが、実際には債務と債権を完全にバランスさせることは不可能なので、毎日の債務の残余は翌日に繰り越されることになり、それゆえ必然的に同じ計算単位が日常的に用いられる。

通常、貨幣の最大の機能は交換手段であるとされる。ある財が貨幣と引き替えに販売され、その貨幣が他の財の購入に向けられるなら、ある財と別の財とが貨幣を仲介にして間接的に交換されるからである。「しかし、法的には、貨幣は債務の清算手段であり、この方が(交換手段というよりも)より一般的な概念である。財の購入が債務を生み出し、貨幣はその債務を清算する手段を提供するからこそ交換手段として用いられるのである。支払いが現金でなされるときは、その債務が即座に清算されることを意味するに過ぎない。貨幣による財の購入は、つねに債務の創造と清算に分解される」(p. 15)。こうしてホートレーは、貨幣の果たす最も基本的な役割は、交換手段というよりも「債務の法的清算手段」(legal discharge of a debt)であると規定する。

しかしながら、「債務は実際には、法貨としての貨幣 (legal tender money) だけで清算されるわけではない。ある債務は別の債務との相殺によって支払われる。その過程は、二人の取引主体が互いに(財・サービスを)売り買いする場合に、最も単純な形で理解できる。それぞれは、自己の債務と債権を帳簿に記録し、全体に比べるとずっと小さくなるネット・バランスを支払うことによって定期的に決済する」(Hawtrey [1927a] p. 4)。もちろん、債務者と債権者が異なっている限り、債権と債務の差額(ネット・バランス)が完全には相殺されない。それにもかかわらず、こうした債権・債務の相殺という決済の方法は、債務を専門に商う第三者(債務のディーラー)が介入すれば、無限に拡張される。

ホートレーは言う。「洋傘製造業者は労働者に対し自らに対する債務を作り



出すことによって賃金を支払うことは可能であるが、労働者が賃金を支出することができるためには、その債務が洋傘製造業者以外の第三者に移転されなければならない。というのは、洋傘製造業者は洋傘以外の何も売ることができないからである」(p. 4)。この問題を解決するのは、「債務を商う」第三者の介入である。すなわち、「洋傘製造業者は洋傘の販売によって彼に支払われる債務を、この“債務のディーラー”に販売し、その代わりに、“債務のディーラー”は洋傘製造業者の労働者に対する債務を自らの負債として受け入れることができる」(Ibid.)。そして、どのような債権者も債務者に対する権利を“債務のディーラー”に販売すれば、債務の相殺はきわめて容易になる。「債務ないし債権のディーラーとは銀行である」(Ibid.)。銀行が存在することによって、社会全体の債務は、銀行の帳簿における振り替え、あるいは銀行の債務を表す銀行券などの書類の受け渡しによって決済される。すなわち、「銀行が健全である限り、その債務は完全に適切な債務履行のための手段を供給する。なぜなら、貨幣の支払いによって債務が消滅するのと同じように、ある債務は他の債務とちょうど相殺されるからである」(Ibid.)。

以上のホートレーの考え方は、ヒックスによって受け継がれている。おそらく、ホートレーを高く評価するとともに、貨幣と信用の本質的な理解について彼から最も大きな影響を受けた一人はヒックスであるように思われる<sup>6)</sup>。ヒックスは『貨幣理論』の第1章で、「貨幣理論が説明しなければならない主要な事柄の1つは貨幣の進化である。もし貨幣の進化の主要過程を理論的な型にあてはめることができるならば、それは歴史を解明するだけでなく、貨幣それ自体の理解、あるいは進んで現代の貨幣の理解さえをも深めるであろう」(Hicks [1967] 邦訳3ページ)と述べ、さらに「貨幣の進化の1つの見方は、それを取引費用の節約のためのより進んだ方法の発展過程と考えることである」(Ibid. 邦訳9ページ)と述べている。そして、取引費用の節約の方法として3つのタイプを挙げる。第1は貨幣を媒介とする間接交換の仕組みであり、

6) この点については小島 [1997] 77ページ、注13)も参照のこと。

第2は債務を互いに決済する清算制度 (clearing system) であり、第3は銀行制度である。ここで清算制度とは、市場参加者が清算所 (clearing house) を用いて債務を互いに決済する制度である。清算制度と銀行制度は類似しているが、「ただ清算所が資金供給者あるいは銀行によってとって代られている点が違っている」(Ibid. 邦訳14-15ページ)。

ヒックスは、第3のタイプの銀行制度について次のように説明している。

「すべての債務は銀行のあるいは銀行に対する債務となるであろう。すべての取引には買手、売手、銀行の3者が参加していることになる。その日が始まり最初の取引が行われた後にある商品がBからAに所有権を変えたものとする。そのとき銀行に対してAは債務を持っており、Bは債権を保有している。すべての債務は銀行との間の債務であるから、決済は自動的に行われる」(Ibid. 邦訳15ページ)。「このような仕方においては清算制度におけるほどの相互の信用は必要とされないことを知るのは容易であろう。そしてこの銀行制度は他のいくつかの点においてもおそらくより経済的なものであると思われる。歴史的な経験を経た後に全体としてはこの種の制度が勝ち残ったことは驚くに当たらない」(Ibid.)。こうしたヒックスの銀行制度の把握が、ホートレーと共通していることを知るのはそれほど困難ではない。

さらにヒックスは、『貨幣と市場』の第6章で次のようにも述べている。「債務を返済しうの一つの方法は他の債務と相殺することである。そのとき、債務は債務で支払われる。もし完全に一致すれば——共通の標準で表示された、二つの債務がちょうど等しいならば——われわれがみたように、その正味の効果はバーター取引である。しかし、完全な対応はむずかしいであろう。もし他の債務が持ち込まれるならば、債務の交換による支払いがなお可能であろう。これは、最初の当事者であるAとB以外の第三者Cからの債務でなければならないであろう。そのとき、Aは、Bに対するCの債務の形で一部の支払いを受け入れるように要請される。それによって、AとBの間の債務の差額、Bに対するAの純債権が相殺される。しかし、Cが信用できるとAが考えなければ、

Aはこのような取り決めに同意するとはほとんど考えられない。したがって、第三者を導入するやいなや、信用や信頼の問題が存在するようになる」(Hicks [1989] 邦訳54ページ)。ここでのCが、ホートレーのいう「債務のディーラー」としての銀行に相当することは言うまでもない。

再びホートレーに立ち戻って、彼が銀行の役割ないし機能についてどのように考えているかをみてみよう。ホートレーは言う。「銀行は信用のディーラーに過ぎない。銀行はそれと等しい資産を受け取ることを考慮する以外は、債務を引き継がない。労働者に銀行の信用で支払いを望む洋傘製造業者は、その信用を洋傘の売り上げから購入しなければならない。しかし、銀行は洋傘を商うつつもりはないし、洋傘を自分自身のために買うつもりもない。銀行はあらゆる種類の生産者やディーラーに信用を売り、そして銀行の信用があらゆる種類の支払いにおいて受容されることが銀行の基本的な役割である。銀行は財を売るよりは自己の信用を貸すのが都合がよいことを(現実の銀行がそうであるように)見いだすだろう」(pp. 6-7)。

より具体的に言えば、次のように要約することができる。「銀行が貸し出しを行うとき、われわれは銀行が信用を供与する、ないし信用を創造するという。これは二重取引(double transaction)を記述する大まかな方法である。銀行は、顧客の銀行に対する将来時点の債務と引き替えに、顧客に対する即時的債務を引き受ける。銀行の債務ないし“銀行信用”は、それが支払い手段として割り当てられるがゆえに、顧客の必要に応じるものである。顧客の債務は、それが満期となるまでの期間に利子を生み出すから銀行に利潤を提供する。かくて二つの信用ないし債務は創造され、それらの一方のみが支払手段として用いられる」(p. 9)。このように、銀行の貸し出しは銀行の顧客に対する即時的債務と、顧客の銀行に対する将来時点での債務という二つの債務を生じさせるのであり、そして前者が支払い手段として用いられることになる。

ホートレーは「銀行の債務は、支払手段として用いられる信用の形態である」(p. 185)と述べているが、まったく貨幣が存在しない場合には取引を完

了させるうえで困難があるとして、次のように言う。「債務の価値は債務者の支払い能力 (solvency) に依存する。通常の債務者の信用は、その債務が担保ないし保証によって支えられず、支払い手段となるためには十分ではないか、あるいは少なくとも十分には知られていない。銀行信用の利用はこの理由のためだけでも必要である。しかし、銀行でさえ必ずしも疑いないほどの支払い能力があるわけではなく、ある銀行の信用と他の銀行の信用の交換においてファイナリティが存在しない。法的に争う余地のない支払い手段が必要なのは明白である」(p. 15)<sup>7)</sup>。

## 2 貨幣の信用理論と信用の貨幣理論

シュンペーターは、大著『経済分析の歴史』の第三編第七章の「信用理論」の説明において、以下のような見方を提示している。

これまでの貨幣や信用、銀行業務に関するテキストは法貨である貨幣が支払いや貸し出しにおける唯一の手段であるような状態の分析から出発し、続いて資本主義社会での日常の生産と消費を可能ならしめている債権・債務の巨大なシステムについて、貨幣に対する請求権ないし信用手段 (credit instruments) を導入して分析を進める場合が一般的である。この場合、各種の信用手段は法貨の代替物として作用し、法貨の役割に種々影響を与えはするものの、法貨のもつ基本的な機能を決して排除するものではないとされている。しかも、法貨の基本的役割が実際はほとんどないような場合においてさえ、通貨・信用および銀行業務の領域で生起するあらゆる問題が、この基本的な役割から解釈され

7) ホートレーは支払い手段としての銀行預金の重要性を認めるにもかかわらず、これを貨幣の定義の中に含めていない。これについてホートレーは次のように述べている。「もしある人が銀行に行き、小切手を銀行券の形で現金化するならば、これは名前以外は貨幣である何かの存在を認めることにならないだろうか。われわれは実際、銀行信用を貨幣と考えることに慣れている。しかし、これは毎日の実際の目的のために、銀行信用と貨幣との区別が滅多に重要でないからにすぎない。銀行信用は負債にすぎないけれども、それを他の債権者に移転することが銀行によって認められている便宜においてのみ、他の債務と異なっている。企業間信用 (trade credit) は銀行信用と事実上同じ資産であるけれども、誰もそれを貨幣と思わない」(p. 5)。なお、ホートレーが預金と貸し出しの両方について、銀行信用という言葉を用いている点に留意されたい。

ている。それはあたかも、貨幣それ自体の役割が物々交換から解釈されているのと同じである。

歴史的に見ると、このようにして貨幣、信用および銀行業務の分析を構成してゆく方法は理解されやすく、そして法律的にも、「唯一の純正かつ最終の支払手段である貨幣」(money as the only genuine and ultimate means of payment) と、「貨幣に対する請求権を表している信用手段」(credit instrument that embodied a claim to money) との間には明確な区別がなされてきた。しかし、歴史的観点や法律的解釈はともかく、論理的に言えば、現実社会の信用取引に到達するために貨幣から出発するのが、果たして最も有効な方法であるか否かは決して明瞭ではない (Schumpeter [1954] p. 717)。それよりも、「まず最初に、これらの信用取引から出発して、資本主義的金融を、債権・債務を相殺しその差額を持ち越す決済制度とみなす方がもっと有効な方法であるかもしれない。したがって、貨幣の支払いは、なんら特別の本質的重要性を持たない一つの特殊な場合にすぎない。換言すれば、実際的にも分析的にも、おそらく貨幣の信用理論 (credit theory of money) の方が、信用の貨幣理論 (monetary theory of credit) よりも好ましい」(Ibid.)。

以上のシュンペーターの貨幣と信用に関する見解は、ホートレーのそれと基本的に同じであるように思われる。ホートレーは『金本位制度の理論と実際』の序文において、「信用を通貨で説明するよりも、通貨を信用で説明する方がずっと良い。これは理論においても実際においても法においてもそうである」と述べ、『通貨と信用』のなかで、「信用が貨幣の代替物というより、貨幣が信用の代替物であると言う方が正確である」(p. 15) と述べているが、これらの考え方が上のシュンペーターの一文に対応することは明白であろう<sup>8)</sup>。

ホートレーは、信用が中心的な支払い手段であり、貨幣がその補助的な手段であることを繰り返し指摘する。次の3つの文章は、すべてこうした考え方を

8) 筆者の知る限り、以上のホートレーの見解とシュンペーターのいう「貨幣の信用理論」の同一性を指摘したのは小島 ([1997] 69-70ページ) が最初である。

言い換えたものにほかならない。「貨幣の概念は債務の概念に依存するが、債務の概念は貨幣の概念に依存しない」(Hawtrey [1927a] p. 8)。「信用と貨幣はともに等しい支払い手段である。信用はしばしば貨幣の代替物と呼ばれる。債権者に関する限り、債務の法的清算手段は債務それ自体の代替物であるから、貨幣が信用の代替物という方が正確であろう」(p. 15)。「われわれは貨幣を信用に対する補助手段として扱ってきた。預金銀行システムが高度に発達した英国や米国におけるように、これは明らかに正当化できる。購買力は信用の形態で生み出され消滅される。鉱山から取れたての金でさえ、最初は信用と交換に銀行に販売されるのである。それが鑄造され、流通するようになるのは、銀行の顧客がそれを求めるときのみである」(p. 380)<sup>9)</sup>。

これまで述べてきたように、ホートレーは「貨幣の歴史的起源」でなく「貨幣の論理的起源」を追求すれば、信用ないし債務こそが経済システムの基礎であり、かつ経済活動における中心的な支払い手段であることを明らかにしたのである。ホートレーは債務の法的清算手段としての貨幣に優先権を認める伝統的な考え方(信用の貨幣理論)に対して、信用に論理的な優先権を与える「貨幣の信用理論」を展開したという意味において、まさに正反対の見方を提示したのである。

現代の先進国の決済制度が、債権・債務の相殺を中心として運営されていることはよく知られている。例えば日本の決済システムは、手形交換決済制度、内国為替決済制度、外為円決済制度を根幹とする集中決済方式をとっているが、これらの制度はいずれも、顧客間の債権・債務関係を銀行間の債権・債務関係に置き換えたうえで、その差額について日本銀行当座預金口座を用いて銀行間で最終的な資金の受け渡しを行うという仕組みになっている。ホートレーに言

9) ソーントンとは、その当時(18世紀後半)、すでに多額の決済が銀行券を授受することなしに銀行の帳簿上の振替によって行われていた事情を説明するとともに、こうした帳簿上の決済が今後ますます頻繁に行われるであろうことを予測している(Thomson [1882] 邦訳50-60ページ)。ジョン・ステュアート・ミルも、ソーントンを引用しながら、債権・債務の相殺に基づく決済の重要性を指摘している(Mill [1828], pp. 530-531)。

わせれば、こうした決済の仕組みは、「貨幣の論理的起源」それ自体に由来しているということになろう。

### III 信用創造と銀行の機能

#### 1 銀行信用と経済活動

ホートレーは銀行信用と経済活動の関連において、銀行信用の2つの側面を重視する。一つは、既に述べたように、銀行のバランスシートの負債面、すなわち支払い手段としての銀行預金であり、その銀行預金を中心とする債務の連鎖ないし債務のネットワークこそが経済システムの基礎であると主張する。他の一つは、バランスシートの資産面、すなわち銀行貸出がマクロ的な経済活動に及ぼす影響である。ここでは、後者の側面に焦点を絞り、ホートレーの考え方を要約してみよう。

ホートレーの経済学の基本的な特徴は、銀行信用（貸し出し）の変動が経済主体、とくに「財のディーラー」としての商人の活動に始発的なインパクトを及ぼし、一種の累積過程を引き起こすような経済循環として把握するところにある。債務のネットワークで結ばれた「巨大な信用機構」(the great credit-machine) (p. 7) がどのように作用するかを『通貨と信用』に即してみよう。

まず、何らかの注文が商人から製造業者に発せられる。製造業者は製造原料の費用を含む必要な支出に応じるために、商品が配達され商人からの支払いがなされるまでの期間、必要な資金を銀行から借り入れる。次に商品が配達されると、商人はその商品が手元にある期間、商品価値に見合う借り入れを行う。商品は最終的に消費者によって消費されるまで、ある製造業者から他の製造業者へ、そしてあるディーラー（商人）から他のディーラーへと何度となく取引され、その都度、製造業者やディーラーによる借り入れが生じる。「債務は財が取引される、すなわち販売される目的をもって購入される限り、あたかも財について回る」(p. 7) が、この債務は商品が販売されて最終的に決済される。

「それぞれの製造業者やディーラーは、財から去るときに債務から去る」(Ibid.)、あるいは「消費者の購買力は、主に取引者 (traders) が銀行から借り入れる信用額から供給される。信用は生産を生み出し、消費によって消滅する」(p. 10) とみることができる。

逆に、借入額の削減が生じた場合を考えてみよう。例えば、商人が製造業者への発注を少なくする、あるいは借り手がそうでなければ支出に向ける予定の借入額を減少させたとしよう。後者の場合、支出および販売額が減少し、ディーラーの手元にある商品在庫が増加する結果、ディーラーは製造業者への発注を抑制する。このようにして、新たな信用創造の減少は製造業者への注文の減少をもたらす。このため、社会の労働力および設備の不完全雇用が生じ、賃金および利潤の総額も減少する。その結果、人々の支出が減少し始める。このことが、小売り業者および商人の販売に反作用を及ぼす。すなわち、彼らは新たな財に対する発注をいっそう削減する。こうして、最初に生じた信用の削減が繰り返され、信用の削減にいっそう拍車を加えることになる。

つまり、「信用の削減は、商品に対する需要の減少を引き起こす」(pp. 10-11)。そして商品に対する需要の減少は、商品価格の下落を引き起こし、そのことがいっそうの借入額の抑制を通じて借り手の支払う利子率を減少させる。

上の説明から明かなように、ホートレーにおいては、経済活動の中心的役割を担うのは商人である。卸売り部門の中核である商人は、小売り部門と製造業部門の間に立って、「需要を判断し、供給を調整する」(p. 8)、あるいは「生産のイニシアティブをとる」(p. 25) という重要な役割を担い、「社会の将来の必要性を予測する特別の機能」(p. 189) を持っている。ホートレーによれば、製造業者の見方はどちらかと言えば地域的・限定的であり、製造業者が需要の先行きについて全体として把握し、展望することは不可能である。

「製造業者に注文を出すことによって生産機構を作動させ、それによって信用機構を動かすようにするのは、卸売の商人 (wholesale merchant) の働きにゆだねられている」(p. 8) のである。このように商品の需給を調整し、生産の



イニシアティブをとる商人の特別の機能ないし役割に着目し、商人を経済活動の基点に据えたところにホートレーの経済学の大きな特色が見いだされる<sup>10)</sup>。

ホートレーの経済学のもう一つの大きな特色は、銀行信用（貸し出し）を媒介にして経済活動が累積的に拡大ないし縮小するという、景気循環の累積過程を重視する点であろう。ホートレーは言う。「生産の目的のために創りだされた信用は、生産に従事する人々の購買力となる。創造された信用額が大きければ大きいほど購買力も大きくなり、それだけあらゆる種類の財の販売市場は良くなる。市場が良くなれば良くなるほど、信用に対する需要も大きくなる。かくて信用供給の増加はそれ自体、信用に対する需要を刺激し、また信用供給の削減は信用に対する需要の減少を導く」(p. 13)。次のようにも言う。「経済活動は信用拡張をもたらし、信用拡張は需要を増加させ、需要はより大きな経済活動を呼び起こす。不況は借り入れを減少させ、借り入れの減少は需要の減少をもたらし、需要の減少はより深刻な不況を意味する。わずかの、あるいは偶然的の信用の動きは、拡張的であれ収縮的であれ、それ自体拡大する傾向がある。信用の動きは、一度始まれば拡大し、銀行がそれを阻止するための積極的な手段を講じるまで拡大し続ける」(Hawtrey [1928] p. 97)。かくてホートレーは「信用の内在的不安定性」(inherent instability of credit)を繰り返し強調し、「信用は本質的に御しがたい」(credit is by nature unruly) (p. 127)と述べるのである<sup>11)</sup>。

10) ただしホートレーだけでなく、ほぼ同時代の経済学者は、商人の役割に対して強い関心を示している。例えば、D・H・ロバートソンは次のように述べている。「価格機構に依存する近代経済体系の中心をなすものは生産者でなくて、むしろ商人である。需要の拡大あるいは収縮の衝撃を、最初に感ずるのは彼であり、そして、若干の悲鳴や不満の声をともなおうが、使うことのできるお金をもっているひとびとの欲求を、一番よく満足させるような方向に、社会の生産力を導いていくような決定をくだし、注文を発するのは、彼なのである」(Robertson [1926] pp. 43-44, 邦訳38ページ)。商人が経済活動の中心を担うとのホートレーやロバートソンの考え方の背後には、ただ単に、商業が当時の経済活動の中心であったという実状にとどまらず、情報の不完全性や取引費用の存在という意味での「市場の不完全性」に対する認識 明確なものではなかったかも知れないが一があったと思われる。「市場の完全性」の仮定のもとでは、そもそも生産者と消費者をつなぐ仲介業者（ミドルマン）としての商人が存在する余地がないからである。

11) 信用の内在的不安定性に関して、ヒックスは次のように述べている。「ほとんどすべての現代的な景気循環論におけるもっとも基本的な主張は『信用の本質的な不安定性』であり、この国ノ

以上の景気循環の累積過程の説明において、ホートレーが銀行貸出と経済活動との相互依存関係を明確に認識していたことは明かであろう。すなわち、銀行貸出（に対する需要）が経済活動の影響を受ける一方、逆に銀行貸出（の供給）が経済活動に影響を及ぼすのである。銀行貸出の変動が実体経済に影響を及ぼすうえで、まず考慮しなければならないのは、「遊ばせるために貨幣を借りる者は誰もいない」（p. 40）ということである。すなわち、「銀行から借り入れられたすべての額は何らかの目的のために実際にはすぐに支払われる」（*Ibid.*）のである。借り入れられた資金は、広い意味での企業の生産活動をまかなうために用いられる。ホートレーによれば、「既存の債務の返済のために銀行から資金を借り入れるといったような債務の入れ替えを別にすると、あらゆる信用は利潤、賃金・給与、利子、地代の形で支払われる目的のために、すなわち生産——価値を生み出すものがなんであれ、最も広い意味で考えられる生産——の過程に貢献するすべての人々の所得を生み出すために創造される」（*Ibid.*）。したがって、「われわれは信用創造の加速ないし遅延は、それと同額の人々の所得の増加ないし減少を意味するという結論に到達する」（*Ibid.*）。換言すれば、「生産が増加するとき、生産者は銀行から増大した所得を支払う手段を獲得する。生産の増加はそれゆえ、銀行の行動に制約される。銀行が貸し出すとき、彼らは所得を生む（When the banks lend, they generate incomes）」（Hawtrey [1931] p. 5）ということになる。つまり、「貸し出しは所得を生む」のである。

「貸し出しが所得を生む」という以上の考え方には、経済活動における銀行信用の役割を重視するホートレーの面目躍如たるものがあるが、彼は同時に、「貸し出しが貨幣を生む」という側面にも十分な考察を払っている。この点をホートレーの「信用創造」の概念に即して確認してみよう。

、では、特にホートレーの名前と結びついている。筆者は、この主張を受け入れる」（Hicks [1977] 邦訳179ページ）。なお、信用の内在的不安定性ないし景気循環の累積過程については、Fisher [1932], [1933], [1935]）にもホートレーとほぼ同様の考え方が展開されている。

製造業者は商人などディーラーから注文を受け、その注文を遂行すべく銀行から信用を得て賃金の支払いのためにその信用から毎週一定額の現金を引き出す。この現金の受領者は、それを毎日の支払いに充てるから、現金は小売業者や賃貸業者、運送会社などの手に渡り、最終的には再び銀行に戻ることになる(p. 20)。こうした過程において、「貨幣は、小売業者などが営業の過程で受け取り、彼らによって常に銀行に支払われ、そして彼らはもちろん、預け入れられた貨幣の見返りに銀行信用を受け取る。しかし、貨幣を支出しなければならない製造業者などにとっては、その信用は依然として債務の交換、すなわち、顧客に与えられる銀行の即時的債務と、将来時点に返済する顧客の債務との交換、によって生み出される」(Ibid)。ホートレーはこの二重の作業を「信用創造」(creation of credit)と呼び、それについてさらに次のように述べる。

「その手段(信用創造)によって銀行は無から支払手段を創造する。これに対して、銀行が顧客から貨幣を受け取る場合は、ある一つの支払手段としての銀行信用が別の同額の現金に代替されるに過ぎないのである」(Ibid)。すなわち、銀行の貸し出し(信用供与)が預金という支払手段を供給するというのである。

以上のように、ホートレーは貸し出しと預金が不即不離の関係にあり、前者が後者を創りだすことを繰り返し指摘している。次のような一連の表現にも、そのことが明確に伺われる。「銀行は信用を供与する過程で購買力を創造する。この信用供与の過程を加速する、ないし遅延させることによって未支出マージンを増加ないし減少させることができるのは銀行に依存する」(p. 191)。「未支出マージンの変化は、銀行によって創造される信用量によって影響される」(Hawtrey [1923a] p. 169)<sup>12)</sup>。「銀行による貸し出しの促進ないし遅延は直接に

12) 未支出マージン(unspent margin)とは、ホートレー独自の分析概念の一つであり、人々の即時的な購買力の大きさ、したがって人々が保有する支払い手段の総額を意味する。すなわち「未支出マージンは事実上、流通貨幣と銀行の負債の合計に等しい」(p. 38)。ここで、銀行の負債は銀行の預金に対応するから、ホートレーのいう未支出マージンとは、今日的な意味でのマネーサプライにはかならない。

所得の増加ないし減少をもたらすのであり、貨幣量の変化はそれ自体、貸出量の変化の結果である。貸し出しは貨幣を生む (The lending generates money) (Hawtrey [1931] p. 9)。このように、「貸し出しは所得を生む」と同時に、「貸し出しは貨幣を生む」というのである。

「銀行預金の総額は、銀行の日々の貸出額によって注入され、銀行に対する日々の返済額によって流出する貯水池に喩えられる」(Hawtrey [1927a] p. 12) という巧みな比喩に示されるように、貸し出しと預金が信用創造を媒介にして直接に結びついていることはホートレーが指摘する通りである。

ただし、預金供給の最大の源泉が銀行貸出にあるという考え方は、ホートレーに限らず、それまでの伝統的な考え方であったように思われる。例えばホートレーと相前後して、フィッシャーは次のように述べている。「これらの借入れはほとんど銀行からの短期の貸し出しの形態をとる。そして、われわれが既にみたように、短期の貸し出しは預金を生み出す。よく知られているように、貸し出しと預金の対応は驚くほど正確である」(Fisher [1911] p. 59)。

「現在のわれわれのシステムのもとでは、銀行は貸し出しを供与するないし回収することによって、当座預金貨幣 (check-book money) を創造し、破壊する。銀行が私に1000ドル貸し付け、そして私の当座預金に1000ドル加えるとき、私が銀行に保有するその1000ドルの貨幣は新しいものである。それは、私の借入れから銀行によって新規に製造され、私の預金通帳と銀行の帳簿にペンとインキによって書かれたものである」(Fisher [1935] p. 7)。「一国の支払い手段は、いまや銀行の貸出取引に左右される。そしてわが国の何千という当座預金銀行 (checking banks) は、実際、非常に多くの無責任な私的造幣局 (private mints) である」(Ibid)。これらの表現をみれば、フィッシャーがホートレーと同様、預金が銀行貸出を通じて内生的に供給されることを明確に意識していたことは明かであろう。

同様の考え方は、少なくともジョン・スチュアート・ミルの『経済学原理』にまで遡ることができる。ミルは、「貸し出しと貨幣の間の真の関係を認識す

ることは不可欠である。貸付資本 (loanable capital) はすべて貨幣の形をとる」(Mill [1878] p. 655) と述べた後、「イングランドおよび他のほとんどの商業国では、一般に使用される紙幣は、銀行によって提供される通貨であり、金および銀の購入に用いられる部分を除いては、すべて貸し出しの方法によって発行される」(Ibid., p. 656) と指摘している。おそらく筆者の知る限り、ミルの『経済学原理』は「貸し出しと貨幣の間の真の関係」に言及した最も古い文献の一つであろう。

「貸し出しが貨幣を生む」という関係は、銀行のバランスシートの資産と負債が同額だけ増加するという極めて常識的で妥当な考え方である。しかし、ケインズ『一般理論』における流動性選好説が広く受け入れられるようになって以来、以上のような伝統的な考え方が大きく後退したことは否定しがたい。事実、現代のマネーサプライの決定メカニズムにおける米欧の標準的・主流的な考え方は、いわゆる貨幣乗数理論であり、銀行貸出と預金(貨幣)との直接的なリンクは等閑視されているように思われる<sup>13)</sup>。

## 2 銀行の金融仲介機能

ホートレーはまた、貸し手と借り手をつなぐ銀行の金融仲介機能についても注意深い考察を行っている。「銀行はしばしば“資本”を供給すると言われる。銀行はその顧客から、そうでなければ遊ばせておく資本を受け取り、そしてそれを有効に用いることができる取引者に貸し出すといわれる。その残高を遊ばせておく預金者は、実際、彼が行使したかもしれない資本に対する支配力を放棄するのであり、そして銀行からの借り手は預金者が使用を控えるその資本の支配力を用いて利益を得る」(p. 190) とホートレーは述べている。

この金融仲介機能に関する限り、ホートレーは銀行の貸出業務こそがとりわ

13) 貨幣乗数理論によってマネーサプライの決定メカニズムを論じる代表的な文献として、Mankiw [1992] 第18章を挙げておこう。また、貨幣乗数理論の問題点については、古川 [1999] 第9章第5節を参照されたい。

け重要であるとして、次のように指摘する。「要求払い債務の引き受けにおいては、銀行の機能は受け身である。彼が取引において前向きの役割を果たすのは貸し出しにおいてである。貸し出しに際し、銀行は2つの種類の決定に対する責任を持っている。銀行は借り手を選び取り、そして利子率を決定する。借り手は生産の目的のために信用を必要とする。すべての生産は、生産が完了し生産物が顧客に販売されるまでは、その成功を評価できないから、多かれ少なかれ投機的 (speculative) である。銀行は貸し出しによって、ある程度投機に参加する。もちろん、銀行はリスクを主に負担する借り手から担保品を取り立てることによって、損失の可能性から身を守ることとはできるけれども」(p. 197)。現代的な表現を用いれば、貸し手と借り手の間に情報の非対称性が存在する限り、貸し手は借り手に対して審査 (screening) や監視 (monitoring) という情報生産活動を行う必要があるということになる。「銀行の支払い能力 (solvency) は究極的には銀行が貸し出した顧客の支払い能力に依存する。これらの顧客については、その銀行のみが事情を知っている」(p. 196) というのも、この点にかかわっている。

もう一つ、銀行の金融仲介機能に関して興味深いのは、ホートレーの預金業務と貸出業務の関係についての考え方である。これについて彼は次のように述べている。「銀行の業務の2つの側面——支払い手段を提供する要求払い債務 (demand liabilities) と取引者への短期の貸出 (temporary advances) ——との間には必ずしも必然的な関連はないが、一つの経済主体にこれら2つの機能を統合することは、便利さ (convenience) の観点からすれば非常に大きな利点である」(p. 187)。

銀行の機能として、支払手段としての(要求払い)預金の供給と貸し出しとを同時に行うことは、これまで当然の前提とみなされ、これら2つの機能の関係については、これまでほとんど考察の対象とはされなかったように思われる。しかしホートレーは、預金供給の機能と貸出供給の機能を分離することは概念的には可能であり、その場合には、債務の清算(決済)という点にこそ銀行の

機能が求められるとして、次のように指摘する。「銀行は主に債務を清算したり相殺する機能を提供する存在である。この機能を短期の貸し出しの機能と結びつけることは便利である。銀行は預金者の債務者であり、手形や貸し付けといった短期の債務は、(貨幣とともに) 保有するのが最も便利な資産である。しかし、これら2つの機能が分離されている場合は、銀行を特徴付けるものは、短期の貸し出しではなく、債務の清算である」(Hawtrey [1927a] p. 4)。

ヒックスは『貨幣と市場経済』のなかで、銀行の業務を貸出業務と預金業務に分ける理由として次のように述べている。「この二つの活動を一緒に行う明白な誘因が存在する。というのは、後者は、前者が必要とする資金を供給するからである。その点で、この結びついた業務が実際に銀行となってきたのであろう」(Hicks [1989] 邦訳64ページ)。あるいは、預金業務、とりわけ決済業務と貸出業務の間には「範囲の経済」が存在し、決済業務を通じて得た借り手の情報を貸出業務に活用することができるため、2つの業務を統合する経済的合理性が存在する、という理由を挙げることができるかも知れない。

しかし一方、近年、信用秩序の根幹をなす決済システムの安定性を確保する観点から、決済業務と貸出業務を分離するという考え方、いわゆるナローバンク論が提唱され、大きな注目を集めるようになってきている<sup>14)</sup>。ナローバンク論が主張するように、銀行の決済業務と貸出業務を完全に分離することが社会的に望ましいのか否か、まだコンセンサスは得られていない現状である。ともあれ、ホートレーがその早い時点に、決済業務と貸出業務の分離可能性を指摘してい

14) ナローバンク論の源流は、銀行の預金債務に対して100%の支払い準備を課すことを義務づける100%準備銀行案であり、この100%準備銀行案の提唱者の一人がL. フィッシャーである。フィッシャーは米国の大恐慌期、とりわけ1929年から33年の間に、当座預金残高が急減したことが人恐慌の原因であり、「この当座預金貨幣 (check-book money) の破壊は、当然かつ必然的なものではなく、誤ったシステム (faulty system) のせいである」(Fisher [1935] p. 7) と考える。この「誤ったシステム」とは、「銀行が貧弱な現金準備の上に、当座預金貨幣の額が増えたり減ったりする、“信用”という逆さまのピラミッドを築くことを可能にする」(Ibid.) ような制度、すなわち部分準備銀行制度のことである。そして、こうした「頭でっかちのシステム」(top-heavy system) を廃止し銀行の信用創造を不可能にするために、「銀行は要求払い預金に対して恒久的に100%の現金準備を維持することが要求される」(Ibid., p. 9) 制度を提案するのである。なお、ナローバンク論については、Litan [1987], Pierce [1991] などを参照のこと。

る点は注目に値する。

### 3 「貸し渋り」と銀行の特殊性

ホートレーは『通貨と信用』の第9章と第10章の2つの章にわたって、金融危機 (financial crisis) について詳述している。これらの章では、従来の英国における金融危機の経験を踏まえ、金融危機の原因なり、それが生じる具体的なメカニズムについて説明しているが、そこでの記述は不良債権問題をはじめとするバブル崩壊以降の日本経済の現実と符合するところが多い。それ自体、非常に興味深いけれども、理論的観点から興味を引くのは、次のような2つの点である。一つは、有名なフィッシャーの負債デフレーション理論 (theory of debt—deflation) に先行して、ホートレーが独自に負債とデフレーションの関係を分析していることである。他の一つは、金融危機における銀行の「貸し渋り」の問題である。もちろん、これらは密接に絡んでいる面があるものの、前者については次節で取り上げることにして、ここでは後者に焦点を当て、ホートレーの議論の独創性・先見性を探り当てることにしよう。

一般に、物価の下落なり証券価格の下落が深刻化すると、借り入れた資金で営業している銀行の顧客にとっては、資産価値の減少と負債価値の増大 (実質的な債務負担の増加) を通じて正味資産が大幅に減少し (あるいは債務超過に陥り)、それだけ破産の可能性が高まる。それは結果として、銀行の支払い能力 (solvency) に大きな打撃を与えるはずである。ホートレーは言う。「(利率を大幅に引き上げるような) 思い切った行動がとられるならば、その結果として商品および証券の価値の深刻な下落が生じ、それに続いて金融危機が生じるかもしれない。危機の特徴は広範な破産 (bankruptcy) にある。価値の下落は借り入れた貨幣で営業している商人の負債を軽減することなしに資産を減少させる。商人の破産は、銀行の支払い能力を毀損させる可能性がある。というのは、銀行の資産は健全である限り、固定された貨幣価値を持つものの、それは顧客の資産の健全性に依存するからである」 (pp. 130-131)。



ホートレーは金融危機が銀行の支払準備の減少および銀行とその顧客双方の支払い能力の毀損を引き起こすと指摘したうえで<sup>15)</sup>、銀行の支払能力の毀損は、その貸し渋りをもたらすとして次のように述べている。「多数の企業の破産は、ほとんど間違いなく貸し出しに際して銀行を慎重にさせる。銀行は、昨日隣人を破滅させたのと同じ災難に明日は苦しむかもしれない担保の乏しい商人に、貸し渋ろうとするだろう。そして破産した企業の債権者であったどのような企業も、それによって支払い余力 (margin of solvency) を失い、以前よりは望ましくない借り手になってしまう。銀行の貸し渋り (reluctance of the banks to lend) は貸出総額を減少させ、そしてこの新しい信用の組成の遅れは、物価上昇を抑制するために陽表的に行われる場合とまったく同じ効果を持つ」(p. 132)。こうした記述は、「バブル経済」崩壊後の日本経済の状況に対しても大きな説得力を持っているように思われる<sup>16)</sup>。

金融危機時の銀行の貸し渋り行動について、ホートレーはさらに次のように言う。「銀行は自分の顧客の事情をよく知っている。もし銀行が破産すると、その顧客は彼らにとってなじみではない他の銀行からそれほど容易に借入れを受けることはできない。それゆえ、少なくとも銀行から借入れた総額の一部に損失の見込みがあれば、銀行の金融ポジション (financial position) が脆弱化するのみならず、彼らはその金融ポジションを依然として正当化して貸し出しを行おうとする貸し手を容易に見つけることはできない。破壊された購買力はすぐには代替されず、それが代替され始めるまでには、消費者支出は以前より減少する」(p. 133)。

以上のホートレーの指摘は、金融仲介機能において銀行の貸し出しが「特殊

15) ホートレーは、「金融危機は価格を下落させるのと、外国為替を有利にさせるのと、まったく異なる2つの原因が作用している。これら2つの原因はしばしば結びついて見いだされるけれども、時には別々に生じることもある。第一は、法貨の不足と準備の減少の結果としての銀行による信用の削減である。第二は、銀行とその顧客双方の支払い能力の毀損である。支払い能力の毀損は、法貨の不足なしに起こりうることは明かである。単一の非常に大きな破産は（それは、価格の急激な下落ではなく、長い期間にわたって無分別な取引が資産不足が圧倒的になるまで隠蔽されてきた結果であるかもしれないが）、多数の他の破産を招く」(pp. 131-132)と述べている。

16) この点については、古川 [1997] を参照されたい。

な」役割を果たすという、近年の情報の経済学が強調する視点とまったく同一である。改めて説明するまでもないが、銀行は資金仲介における事前的な審査活動や事後的なモニタリング活動という専門的な活動を通じて借り手の内部情報 (inside information) を生産・蓄積し、それによって金融仲介費用の大幅な節減と金融取引の円滑化を可能にしている。とりわけ、大企業と比べて信用度 (返済能力) を評価することが総じて困難である中小零細企業にとっては、銀行が情報生産活動を組織的・継続的に行うことによって、そのニーズに見合う取引条件の設定が容易となる<sup>17)</sup>。このように、個別の銀行が他の金融機関をもって置き換えることが困難な機能を果たしているとすれば、その貸し出しの変化は企業支出の変化を通じて实体经济活動に無視できない影響を及ぼすはずである。すなわち、銀行は情報の非対称性の問題が大きい (いわゆるエージェンシー・コストが高い) 企業に対する資金仲介において比較優位を持っている。銀行の特殊性とは、まさにこの点を指しており<sup>18)</sup>、上述のホートレーの指摘は、こうした近年の情報の経済学における認識と軌を一にしていると考えられる。

#### IV 負債デフレーション

近年、物価や資産価格の持続的下落がマクロ経済活動に及ぼす影響との関連から、しばしばフィッシャーの負債デフレーション理論に言及されることが多い。フィッシャーの負債デフレーション論は、『ブームと不況』(Fisher [1932]) の中で詳細に論じられ、その要旨が『エコノメトリカ』第1巻に掲載された論文「大恐慌の負債デフレーション理論」(Fisher [1933]) にまとめられている。その基本的な考え方は、物価の下落が債務者の実質債務負担を増大

17) ホートレーは、銀行が大口の借り手と小口の借り手の間で差別的な取り扱いをすることを次のように述べている。「銀行は、その信用が一般的な知識 (general knowledge) である大口の借り手の要求を、十分な担保は提供できないけれども、他のあらゆる点では優れていて融資に値する小規模な借り手の要求よりも選好する傾向があり、その点では何らかの不公平を引き起こす可能性がある」(p. 197)。

18) 詳しくは古川 [1995] を参照のこと。

させ、それを通じて経済活動に抑制的な効果を及ぼすというものである<sup>19)</sup>。

この負債デフレーション論の核となるのは、文字通り、負債とデフレーションが相互依存的に作用して経済活動にスパイラル的な悪影響をもたらすという考え方である。フィッシャーは言う。「デフレーションが債務以外の要因から生じるときには、そして債務が大きな額でない場合には、結果としての害悪ははるかに軽微である。壊滅的影響を及ぼすのは、両者の組み合わせ、すなわち債務の病 (the debt disease) が最初に生じ、それに続いて深刻なドルの病 (the dollar disease) が生じることである」(Ibid., p. 344)。そして「債務の病」と「ドルの病」という2つの病、つまり過剰債務の存在と物価の下落とは、前者が後者を導き、後者が前者を導くという相互依存の関係にあり、両者が重なりあって累積的な景気の悪循環を生じさせる。フィッシャーによれば、「債務によって引き起こされたデフレーションは債務に反作用する」(Ibid., p. 344)のである。なぜなら、「社会が過剰債務 (over-indebtedness) の状況にあるとき、債務の清算それ自体は実質債務を減少させるのではなくて、しばしばそれを増大させる。もちろん、名目的には清算は債務を減少させるが、実質的には(一国の貨幣価値を増大させることによって)未払いの債務残高を膨張させる」(Fisher [1932] p. 25)からである。すなわち、「人々がその負債の重荷を減らそうとする努力そのものが、(清算の殺到という)集団的效果のゆえに債務のドル価値を上昇させ、かえって負債の重荷を増大させるのである。その時、われわれは、すべてではないにしても、ほとんどの大不況の主な秘密であると私には思われる大きなパラドクスに遭遇する。すなわち、借り手がより多く返済すればするほど、彼らは商品単位でみると (in terms of real commodities) 依然としてより多くの負債をもつことになる」(Fisher [1935] p. 111, 傍点部分は原文ではイタリック)<sup>20)</sup>。

19) フィッシャーの負債デフレーション理論については、古川 [1997] も参照されたい。

20) ここでのパラドクスというのは、負債の返済が進めば進むほど、それに応じて同額の預金通貨 (フィッシャーのいう check-book money) が減少し、その結果として生じる物価の下落が、かえって実質的な債務負担を増大させる可能性を意味している。フィッシャーは、こうしたパラノ

フィッシャーは、過剰債務は負債の絶対額によって単純に測られるようなものではなく、国富や国民所得などに対する相対的な概念であるとともに、負債の性格にも依存するとして次のように述べる。「すぐに満期が来るような負債は、数年後に満期が来るような負債よりは借り手にとって厄介 (embarrassing) であり、貸し手の選択によって支払うことのできる負債は、借り手の都合によって支払いうる負債よりは厄介である」(Ibid., p. 112)。そして過剰債務の原因として、「過剰債務は多くの原因によって生じるが、そのうち最も一般的なのは、通常の利潤および利子率に比べて大きな利潤が見込まれる新しい投資機会であるように思われる。そうした新しい機会は、新しい発明、新しい産業、新しい資源の開発、新しい土地ないし新しい市場の開拓を通じて生じる。利潤率が利子率よりもはるかに大きいことが期待されるとき、われわれは過剰借入の主な原因を持つ」(Ibid., p. 116) と指摘する<sup>21)</sup>。

以上の負債デフレーション理論はフィッシャーの名前と結びついて今日ではあまりにも有名ではあるけれども、それと実質的には同じ考え方が Fisher [1932], [1933], [1935] に先だって、ホートレーの『通貨と信用』において展開されているという事実を見逃すことはできない。

ホートレーは、その第8章において、銀行貸出の減少といった信用の収縮が経済活動や物価に及ぼす抑制的な影響を説明するなかで次のように述べている。「信用の収縮は物価の下落をもたらす、そして物価の下落それ自体は利子率のいっそうの上昇と同じ効果をもっている」(p. 124) のであり、「ひとたび

、ドクスが生じるメカニズムとして、貨幣量(預金通貨)の減少が物価を下落させるという点で、あくまでも貨幣数量説を想定している。ただし、あえて貨幣数量説に依拠しなくとも、先行き物価の下落が予想される場合には、企業などが実物的な支出を抑制し借り入れ返済を優先させる結果、有効需要の減少を通じてさらなる物価下落を招くという悪循環を想定することも可能であろう。なお、フィッシャーは負債返済のパラドクスの例として、1929年から1933年にかけての大恐慌期に、米国の負債額は全体として約20%減少したものの、卸売物価が75%も下落したため、実質的な債務は約40%も増加した $(1-0.2) \times (1+0.75)=1.4$ ) という事例を挙げている。Fisher [1935] p. 113 を参照のこと。

21) シュンペーターがフィッシャーの負債デフレーション理論は「少しも貨幣的なものではない」と指摘するのは、この過剰債務の原因 (debt starter) のみに注目したためと思われる。Schumpeter [1954] p. 1122 を参照されたい。

利子率が効果を発揮して物価が下落し始めると、物価の下落それ自体がその効果を強める。これは、信用の理論において絶えず生じている現象のもう一つの例であり、信用の内在的不安定性の根元である」(p. 124)。すなわち、「同じことを別の観点から言えば、貨幣単位の価値が上昇し、借り手は利子費用とはまったく別に、商品単位でみて、彼が最初に受け取ったよりも大きな額の購買力を返済しなければならない」(p. 124)。このように、物価の下落が借り手の実質的な返済負担の増加を通じてその支出活動にネガティブな影響を及ぼすとみる点では、フィッシャーの負債デフレーション論と本質的には同じである<sup>22)</sup>。

以上のようなホートレーの考え方は、金融危機について詳細に論じた第9章および第10章の随所に見出される。例えば第9章では、「信用が拡大している限り、通常、不健全な企業は倒産を免れることができる。彼らを破滅させるのは、信用収縮から生じる市場の破綻と価値の下落である」(p. 134)と述べ、また「実際、危機それ自体は個々の企業の脆弱さから生じるものであり、もしすべての企業が強靱なら、もしすべての企業が実際に予想する資産の減価が支払い能力を脅かさないほどの数字までその負債を抑制したならば、決して危機は生じるはずがない」(p. 148)とも述べている。さらに第10章では、「危機は価値基準を維持しようとする戦いとみなされる。それは現実的にも、貨幣単位の価値の上昇に対する別名に他ならない価格の全般的な下落によって引き起こされる。すべての価値を貨幣単位で測ることが普通であるが、このことは商品の価値の下落と呼ばれるものである」(p. 151)と説明したうえで、「それゆえ、金融危機の本当の意味は、このこと、すなわち、貨幣単位の下落が許容されるとき、すべての負債の重荷 (the burden of all debts) が増大するという

22) ホートレーは、物価の下落が債務者のみならず、債権者の行動にも影響を及ぼしていっそうの景気の悪化を招くという点を指摘し、「貨幣単位の購買力の増加という重荷は、それが急激なものであれ、緩慢なものであれ、債務者に限定されるものではない。物価の下落は取引者が財を保有することを阻止する。新規の発注が控えられ、生産と雇用が減少する」(pp. 355-356)と述べている。

代償を支払って貨幣単位が回復される場合のみであり、そしてこのことがあまりにも突然になされるならば、借り手の負債はその資産を上回り、多数の破産の原因となる」(Ibid.)と指摘している。

しかも、ホートレーにおいて非常に興味深いのは、物価の下落と上昇が借り手や貸し手に及ぼす非対称的な効果を考慮に入れていることである。それは、ホートレーの次のような指摘から窺い知ることができる。「債務者は、債権者が貨幣価値の下落に苦しむよりも、その上昇にいつそう苦しむ。短期の債務に関する限り、債権者は主にその資産および負債がともに計算貨幣で表示される銀行である。もし貨幣単位が減価するならば、彼らの利潤の購買力や資本および準備の実質価値は減少する。しかし他方、貨幣単位の価値が上昇する時は、取引者は損失のみならず破産に脅かされ、それに伴って彼らの債権者に深刻な痛手を及ぼす。実際、全体としてみれば、債務者も債権者もインフレーションと価値の下落を好む傾向がある」(pp. 356-357)。筆者の見る限り、フィッシャーにはこうした視点はみられない。

さて、以上のようなホートレーの議論をみると、負債デフレーション理論が必ずしもフィッシャーの「専売特許」であるとは言えないようである。確かに、フィッシャーは文字通り「負債デフレーション理論」に焦点を絞り、しかもホートレーよりは体系的にその考え方を展開している点是否定しがたいけれども、その基本的な考え方において両者はほぼ同様であることからすると、Hawtrey [1919] が Fisher [1932] より先行していると判断しても、けだし当然であろう。実際、フィッシャー自身は、負債デフレーション論の先行性・独創性を主張しているものの (Fisher [1933] p. 350, n. 4)、ソルニエは、『通貨と信用』におけるホートレーの議論を検討して、「アーヴィング・フィッシャー教授の先行性の主張を認めることは難しい」(Saulnier [1938] p. 77, n. 167) との判断を下している<sup>23)</sup>。

23) 小島 [1997] 138ページでは Saulnier [1938] を踏まえて、「ホートレーはフィッシャーよりも先に債務とデフレーションの関係を論じていたのである」と断っている。

しかし筆者には、負債デフレーション論に関して、ホートレーが先かフィッシャーが先かを論じることは、かなり微妙で困難な問題であるように思われる。というのは、フィッシャーはホートレーの『通貨と信用』に先だって、『貨幣の購買力』(Fisher [1911])の第4章において、実質利子率を中心概念とする独自の景気循環論を展開しているが、ここでの景気循環論は、その後の負債デフレーション理論の基礎を形成するものであり、事実上、両者は一体として把握しうるような性格のものだからである。この章でフィッシャーは、貸し手、借り手の双方が合理的に行動するなら、名目利子率は実質利子率に物価変化率(厳密には期待インフレ率)を加えた値になるという、今日「フィッシャー仮説」として知られる有名な考え方を述べているが、現実には、物価の変化に対する名目利子率の調整は不十分かつ緩慢であり、この調整の不十分かつ緩慢であること(inadequacy and tardiness of adjustment)が景気循環と信用循環(credit cycle)を引き起こすと主張している。フィッシャーによれば、例えば景気下降期には、①物価が下落する、②それにつれて利子率も下落するが、物価の下落ほど十分ではない、③企業としての借り手(enterpriser-borrowers)は、利潤の減少によって借入金を縮小する、④預金通貨は貨幣に対して相対的に縮小する、⑤物価は下落し続ける、という一連のプロセスを想定し、「かくて、物価の下落はいっそうの物価の下落を引き起こす。この循環は利子率(の調整)が遅れる限り、明らかにそれ自体繰り返す。最も失う人は、債務を負った企業家である」(Fisher [1911] p. 68)と言う。また、「継続的な物価の下落は、ほとんどの借り手がもとの高い利子率を支払うことを不可能にする」(Ibid., pp. 69-70)とも述べている。

『貨幣の購買力』の目的は、その序文にも述べられているように、貨幣の購買力を決定する諸原則を説明し、また貨幣の購買力を貨幣数量説に基づく交換方程式によって明確に説明することである。その第4章における景気循環論の説明も貨幣数量説に立脚しているけれども、物価の下落が債務者の負担を増加させ、結果として経済活動に抑制的な効果を及ぼすという視点は、その後の負

債デフレーション理論と共通している<sup>24)</sup>。

以上のように見てくると、負債デフレーション理論がフィッシャーに始まるものか、それともホートレーに始まるものかを明確にすることは困難であり、むしろ、ホートレーはフィッシャーとは独立に、しかもフィッシャーにはない独自の視点から、物価、債務および経済活動の関係を明らかにしたと考えられる。

## V むすびに代えて

従来、ホートレーの景気循環理論は典型的な貨幣的景気循環論であるとみなされてきた。例えばハーバラーは有名な『景気変動論』のなかで、「純貨幣的景気循環理論をもっとも十分かつ非妥協的に述べたのは、R. G. ホートレーである。彼によれば、貨幣の流れの変化が経済活動の変化、すなわち好況と不況、好景気と不景気の交代の唯一かつ十分な原因であるという意味で、景気循環は純貨幣的現象である」(Haberler [1958] 邦訳 15ページ)と指摘する。そしてホートレー自身も「景気循環は純粋に貨幣的現象である」(the trade cycle is a purely monetary phenomenon) (Hawtrey [1923b] p. 141)と述べている。

しかし、ホートレーはピグーの批判 (Pigou [1929]) に答えるなかで、景気変動を引き起こす原因はさまざまであり、必ずしも貨幣的要因のみが景気変動の唯一の原因ではないけれども、景気変動を形成する変動の周期性 (periodical character) は唯一、貨幣的原因に起因すると主張する<sup>25)</sup>。すなわち、景気

24) 『貨幣の購買力』に登場する信用循環 (credit cycle) の概念 (Fisher [1911] ch. 4) が、負債デフレーション理論における負債循環 (debt cycle) の概念 (Fisher [1933] ch. 2) に対応することは自明であろう。

25) ホートレーは「私がまったく貨幣的原因に帰せられると信じるのは、景気循環を形成する変動の周期性にほかならない」(Hawtrey [1928] p. 175) という。また、「景気循環の貨幣理論は次のような2つの主要な命題を含んでいる。(1) 何らかの貨幣ないし信用の変動は観察された景気循環現象の必要かつ十分条件である。(2) これらの現象の周期性は、連続かつかなりの期間にわたって変動を生じさせる純粋に貨幣的な動きによって説明しうる」(Hawtrey [1927b] p. 472) と述べたうえで、「生産の増加 (ないし減少) は、銀行が妨げない限り、直接かつ迅速に信用の増加 (ないし減少) を導き、しかも信用の増加 (ないし減少) は消費者所得および消費者支出の増加 (ないし減少) によって伴われるという、通貨理論とまったく一致している」(Ibid. p. 476) と指摘している。なお、消費者所得および消費者支出というのも未支出マージンと同様、ホートレー独自の概念であり、消費者所得とは通常の意味での「国民所得」に、消費者支出ノ



循環現象は、例えば戦争や労働争議、農作物の豊凶などの非貨幣的要因を含む多くの要因によって引き起こされるが、景気変動の始発的なインパクトがなんであれ、その影響は銀行信用を媒介にして増幅される、あるいは銀行信用を媒介にして景気循環にまで発展するというのがホートレーの基本的な考え方であるといってよい。「有効需要の変動こそが景気循環の実体であり、その有効需要の変動は銀行信用の変動にまで遡らなければならない」(Hawtrey [1928] p. 94) とホートレーは言うのである。

これまで述べてきたように、ホートレーの分析は当時としては独創的・先見性であるばかりか、少なくとも筆者からすれば、現代においても極めて新鮮であり、その主張は多くの点で今なお十分な説得力を持っているように思われる。それにもかかわらず、第二次大戦を境にホートレーの影響力は急速に低下し、銀行信用を重視するホートレー流の考え方は、その後の主流的な考え方とはならなかった。その最大の理由は、「信用の側をほとんど論じなかったケインズの『一般理論』の影響が強すぎたため」(佐藤 [1989] 第11章)、『一般理論』公刊以降、「流動性選好説」に基づく貨幣重視の考え方が支配的になったことによると思われる。

実際、『一般理論』においては信用の視点は皆無に近く、それゆえ銀行組織や銀行信用は考察の対象とされず、金融面においては、もっぱら利子率の決定メカニズムとの関係で貨幣の需給に焦点が当てられる。しかもその際、貨幣の供給量は政策当局によって一方的に決定される。この点は、カルドアが次のように指摘する通りである。「ケインズ自身は貨幣の供給はそれがどのように定義されようとも、金融当局によって外生的に決定されるという仮定を決してまったく疑おうとはしなかった。少なくとも、彼の諸方程式(1930年に公刊された『貨幣論』における方程式にせよ、1936年の『一般理論』におけるそれらにせよ)は、どんな他の解釈とも両立しない」(Kaldor [1982] 邦訳159ページ)。

果たしてケインズ『一般理論』以降のこのような変化を、どのように評価す

〓は「国民総支出」に相当する。

ればよいのだろうか。これについては、シュンペーターの『経済分析の歴史』における次のような意味深長な言葉を紹介するにとどめよう。「ケインズ卿の1930年の『貨幣論』における信用創造の問題における取り扱いには、注目すべき続編がある。預金を創造する銀行貸出と、こうして貸し出された金額がそれ以前に貯蓄されることなしに投資をファイナンスする役割とは、『一般理論』の分析的枠組みにおいては事実上消えてしまい、人々の貯蓄が再び舞台を支配している。正当派ケインズ主義 (Orthodox Keynesianism) は事実、貨幣市場に関する中心的事実が流動性選好と結びついた人々の貯蓄性向によって分析するという古い見解に立ち戻ってしまった。私はこの事実と言及する以上のことをなしえない。これが果たして進歩を意味するか退歩を意味するかは、それぞれの経済学者が自ら決定しなければならない」(Schumpeter [1954] p. 1114-1115, n. 5, 傍点は古川)<sup>26)</sup>。

しかしながら近年、金融と実体経済活動との関係、ないしは金融政策のトランスミッション・メカニズムに関する議論において、情報の経済学や金融仲介の理論などの発展を背景に、貨幣重視の考え方——マネー・パラダイム (money paradigm) ないしはマネー・ビュー (money view) と呼ばれる——に対して、それと代替的な信用重視の考え方——クレジット・パラダイム (credit paradigm) ないしはクレジット・ビュー (credit view) と呼ばれる——が大きな注目を集め、次第に重要性を増しつつある<sup>27)</sup>。とりわけ、企業や金融機関などのバランスシートやキャッシュ・フローの変化が実物経済に持続的かつ増幅的な効果を及ぼすというフィナンシャル・アクセラレータ (financial accelerator) の理論は、「信用の内在的不安定性」を一貫して主張するホートレーの考え方と類似しており、ホートレーの先見性をよく示しているように思

26) ヒックスはより直截的に次のように述べている。「遠い距離を置いてみると、現在では『一般理論』は偉大さを失い、他方、風変わりであるにもかかわらず、『貨幣論』が重要性を増している(と考える)」(Hicks [1977] 邦訳192ページ)。

27) クレジット・パラダイムないしクレジット・ビューについて、詳しくは古川 [1995] を参照のこと。

われる<sup>28)</sup>。

豊かな洞察力と独創性に溢れ、一貫して信用の重要性を指摘するポートルーの考え方に、いま一度立ち戻る必要があろう。

#### 参考文献

- Bernanke, B. and M. Gertler [1989] "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations," *American Economic Review*, 79.
- [1995] "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Transmission," *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4).
- Bernanke, B. and M. Gertler, and S. Gilchrist [1996] "The Financial Accelerator and the Flight to Quality," *The Review of Economics and Statistics*, 78 (1).
- Blaug, M. [1985] *Great Economists Since Keynes: An Introduction to the Lives and Works of One Hundred Modern Economists*, Wheatsheaf Books. (中矢俊博訳『ケインズ以後の100大経済学者』同文館出版, 1994年)。
- Davis, E. C. [1981] "R. G. Hawtrey 1879-1975" in *Pioneers of Modern Economics in Britain*, eds. by O'Brien, D. P., and Presley, J. R., Macmillan. (井上琢智・上宮正一郎・八木紀一郎他訳『近代経済学の開拓者』昭和堂, 1986年)。
- Deutscher, P. [1990] *R. G. Hawtrey and the Development of Macroeconomics*, London, Macmillan.
- Fisher, I. [1911] *The Purchasing Power of Money, The Determination and Relation to Credit and Crisis*, New York, Macmillan.
- [1932] *Booms and Depressions*, London, George, Allen and Unwin.
- [1933] "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions," *Econometrica*, Vol. 1, October.
- [1935] *100% Money*, New York, The Adelphi Company.
- Haberler, G. [1958] *Prosperity and Depression*, 5th ed., George Allen & Unwin. (松本達治ほか訳『景気変動論』上下, 東洋経済新報社, 1966-1967年)。
- Hawtrey, R. G. [1919] *Currency and Credit*, Longmans, Green and Co., London.
- [1923a] *Currency and Credit*, 2nd ed., Green and Co.
- [1923b] *Monetary Reconstruction*, Longmans, Green and Co.

28) フィナンシャル・アクセラレータ理論については、差し当たって Bernanke and Gertler [1989], Bernanke and Gertler [1995], Bernanke, Gertler and Gilchrist [1996]などを参照されたい。

- Hawtrey, R. G. [1927a] *The Gold Standard in Theory and Practice*, Longmans, Green and Co.
- [1927b] "The Monetary Theory of the Trade Cycle and its Statistical Test," *Quarterly Journal of Economics*, 41.
- [1928] *Trade and Credit*, Longmans, Green and Co.
- [1931] *Trade Depression and the Way Out*, Longmans, Green and Co.
- Hicks, J. R. [1967] *Critical Essays on Monetary Theory*, Clarendon Press, Oxford. (江沢太一・鬼木甫訳『貨幣理論』東洋経済新報社, 1972年)。
- [1977] *Economic Perspectives, Further Essays on Money and Growth*, Clarendon Press, Oxford. (貝塚啓明訳『経済学の思考法—貨幣と成長についての再論—』岩波書店, 1985年)。
- [1989] *A Market Theory of Money*, Clarendon Press, Oxford. (花輪俊也・小川英治訳『貨幣と市場経済』東洋経済新報社, 1993年)。
- Kaldor, N. [1982] *The Scourge of Monetarism*, Oxford University Press. (原正彦・高川清明訳『マネタリズム—その罪過』日本経済評論社, 1984年)。
- Keynes, J. M. [1920] "Review of 'Currency and Credit,'" *Economic Journal*, 30, pp. 362-365.
- [1936] *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan and Co.
- [1973] *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, eds. by E. Johnson, D. Moggridge and A. Robinson, London, Macmillan, XIV, *The General Theory and After: Part II, Defence and Development*.
- Litan, R. [1987] *What Should Banks Do?*, The Brookings Institution. (馬淵紀寿他訳『銀行が変わる』日本経済新聞社, 1988年)。
- Mankiw, N. G. [1992] *Macroeconomics*, Worth Publishers, Inc. (足立英之他訳『マクロ経済学Ⅱ』東洋経済新報社, 1996年)。
- Mill, J. S. [1878] *Principles of Political Economy with Some of Their Applications to Social Philosophy*, 8th ed., 2vols., London, Longmans, Green, Reader, and Dyer.
- Pierce, J. L. [1991] *The Future of Banking*, Yale University Press. (家森信善・高屋定美訳『銀行業の将来』東洋経済新報社, 1993年)。
- Pigou, A. C. [1929] "The Monetary Theory of The Trade Cycle," *The Economic Journal*, Vol. 39, June.
- Robertson, D. H. [1926] *The Control of Industry*, James Nisbet and Company. (田口芳弘訳『産業の組織』紀伊国屋書店, 1967年)。

- Saulnier, R. J. [1938] *Contemporary Monetary Theory, Studies of Recent Theories of Money, Prices and Production*, reprinted, AMS Press, New York, 1970.
- Schumpeter, J. A. [1954] *History of Economic Analysis*, Oxford University Press, New York. (東畑精一訳『経済分析の歴史』(1-7), 岩波書店, 1960年)。
- Thornton, H. [1802] *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*. (渡邊佐平・杉本俊朗『ソーントン・紙券信用論』実業之日本社, 1948年)。
- 小島専孝 [1997] 『ケインズ理論の源泉』有斐閣。
- 佐藤和夫 [1989] 『マクロ経済学専科』日本評論社。
- 菱山 泉 [1965] 『近代経済学の歴史』有信堂。
- 古川 顕 [1995] 「金融政策とクレジット・ビュー」『金融経済研究』第9号。
- [1997] 「バブル経済の崩壊と物価下落」『フィナンシャル・レビュー』第43号。
- [1999] 『テキストブック 現代の金融』東洋経済新報社。